



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره پانزدهم / پاییز ۱۳۹۴

بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی

راضیه سیف الهی

دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی (مسئول مکاتبات)
r.seifollahi89@gmail.com

حمیدرضا کردلوئی

استادیارو عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر

نادر دشتی

استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه صنعت نفت-دانشکده نفت تهران

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۱/۱۴ تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۹

چکیده

از سال ۱۹۸۰ با مطرح شدن ادبیات مالی رفتاری، فرض منطقی بودن سرمایه گذاران و اعتقاد به کارا بودن بازارهای سهام مورد انتقاد قرار گرفته است. ادبیات مالی رفتاری اظهار می دارد که سرمایه گذاران تحت تاثیر سوگیری های رفتاری بوده که در تصمیمات مالی آنها در زمان خرید و فروش سهام بر نحوه تصمیم گیری آنها تاثیر می گذارد. هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه گذاری دارایی های مالی و در نهایت بررسی مقایسه ای این عوامل می باشد. به این منظور تعداد ۳۸۵ نفر از سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه بطور تصادفی انتخاب و داده های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع آوری شده است. اطلاعات حاصل و فرضیه ها مورد آزمون آماری قرار گرفتند.

نتایج حاصل نشان می دهد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه گذاری تاثیر گذار هستند و میزان این تاثیر برای هر یک متفاوت می باشد و رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تاثیر گذاری عبارتند از: ۱- سود و زیان نسبی، ۲- اثر تمایلی، ۳- محافظه کاری، ۴- رفتار توده وار، ۵- شهود نمایندگی، ۶- اثر مالکیت، ۷- پشیمان گریزی.

واژه های کلیدی: مالی رفتاری، دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار، محافظه کاری و اثر مالکیت.

۱- مقدمه

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب‌نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه‌گذاری، نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عوامل موثر بر تصمیم‌گیری آنها بسیار حائز اهمیت است. تئوری‌ها و نظریه‌های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده‌اند. رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک در علوم مالی می‌باشد. فرض اساسی تئوری‌ها و نظریه‌های مالی طبق این رویکرد، کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه‌گذاران در بازار است. این رویکرد با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)^۱ و نظریه بازارهای کارا (EMH)^۲ در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای میان مدت و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی (APT)^۳ در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکتها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری‌های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی با مقاله «کانمن»^۴ و «تورسکی»^۵ در سال ۱۹۷۹ گردید. نظریه‌ها و تئوری‌های مالی طبق این رویکرد به این نکته پرداخته‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تاثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند بلکه عوامل دیگری نیز تاثیر بسزایی در رفتار و نوع تصمیمات آنها دارند (برجی دولت‌آبادی، ۱۳۸۷، ص ۵).

با افزایش روز افزون حضور شرکتهای مختلف در بازار سهام سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب مشکل و پیچیده کرده است. به همین دلیل لزوم بررسی این تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران در بازار سهام احساس می‌گردد. این تحقیق به بررسی و تبیین مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. هدف آن یاری رساندن به کارشناسان مالی شرکتهای سرمایه‌گذاری در زمینه اتخاذ تصمیمات صحیح سرمایه‌گذاری از طریق آگاهی دادن به آنها نسبت به این عوامل رفتاری، می‌باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از چهره‌های برجسته در زمینه مالی رفتاری پروفسور هرش شفرین (shefrin, 2007) از دانشگاه «سانتا‌کلارا» است. وی با نگارش مقاله بسیار و انتشار کتاب چهارم خود با عنوان «مدیریت مالی رفتاری شرکتهای: تصمیماتی که ارزش خلق می‌کنند» در سال ۲۰۰۷ که در آن به شناسایی موانع کلیدی روانشناسی برای تعیین میزان رفتار حداکثری همراه با گام‌هایی که مدیران می‌توانند در جهت کاهش اثرات این موانع بردارند، می‌پردازد، به توسعه دانش مالی رفتاری کمک شایانی نموده است. وی همچنین در کتاب اول خود با عنوان «فرا‌تر از حرص و نگرانی: درک مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه‌گذاری»، ترکیب حباب قیمتی اوراق بهادار را پیش‌بینی کرده است. پروفسور شفرین معتقد است که سرمایه‌گذاران به جنبه‌های مثبت رویدادهای گذشته بیش از رویدادهای منفی اهمیت می‌دهند و این نگرش نهایتاً منجر به ترویج خوش‌بینی بیش از حد در بازار

می‌شود. تالر و شفرین پیش از اینها نیز در مطالعه‌ای در سال ۱۹۸۱ به بررسی رفتار خودکنترلی و بروز رفتار پس‌انداز پرداخته بودند.

دو محقق دانشگاهی دیگر، به نامهای آندری شلیفر از دانشگاه هاروارد و میر استمن از دانشگاه «سانتا کلارا» نیز در توسعه مالی رفتاری موثر بوده‌اند. پروفسور شلیفر (Shleifer, 2000) در سال ۲۰۰۰ کتابی با عنوان «بازارهای ناکارا: مقدمه‌ای بر مالی رفتاری» برآمده از مجموعه تدریس‌های خود طی بهار ۱۹۹۶ در دانشگاه آکسفورد، منتشر کرد و پروفسور استمن (Statman, 1999) نیز در مجله‌ی کارشناسان مالی جلد نوامبر-دسامبر سال ۱۹۹۹ مقاله‌ای با عنوان «مالی رفتاری: چالش‌های گذشته و وعده‌های آینده» تالیف نمود یک تحقیق کلاسیک موثر در مالی رفتاری بشمار می‌آید.

پروفسور استمن در مطالعه‌ای مشترک با همکاری پروفسور شفرین در سال ۱۹۸۴ به بررسی معماهای سود تقسیمی پرداخته بود (Shefrin, et al., 1984). این دو همچنین در مطالعه‌ای دیگر در سال ۱۹۸۵ دریافتند که سرمایه‌گذاران سهام شرکت‌های بازنده را بیش از حد ننگه داشته و سهام شرکت‌های برنده را خیلی زود می‌فروشند. آنها این پدیده را اثر تمایلاتی نام نهادند، رفتاری که بعنوان «ترس از پشیمانی» شناخته می‌شود.

ورنر دی بونت نیز از جمله اندیشمندان حوزه مالی رفتاری است که در دانشگاه «دیپل» شیکاگو به تدریس در مالی رفتاری می‌پردازد. وی پس از مقاله‌ای که در سال ۱۹۸۵ با همکاری پروفسور تالر در زمینه بیش واکنشی سهامداران به اخبار خوب و بد ارائه کرد (De Bondt, 1985) به تحقیق در این زمینه در قالب دیگر مقالات پرداخت. این دو اندیشمند در مقاله‌ای با عنوان «آیا بازار سهام بیش واکنش نشان می‌دهد؟» بحث کردند که بیش واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب و بد سبب می‌گردد تا بازندگان قبلی کمتر از حد واقعی قیمت گذاری شوند و برندگان قبلی نیز بیش از حد واقعی قیمت گذاری کردند. بدین ترتیب افراد وزن بسیار زیادی را به تجربه جدید می‌دهند (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱، ۲۳-۲۱).

رب (Reb., 2008) در مقاله خود با عنوان "پشیمان‌گریزی^۷ و کیفیت فرایند تصمیم‌گیری: اثرات برجستگی تاسف در دقت فرایند تصمیم‌گیری" پیش‌بینی کرد که افزایش پشیمان‌گریزی به پردازش تصمیم‌گیری با دقت بیشتری منجر می‌شود. نتایج این پیش‌بینی را در شرایط تصمیم‌گیری‌های مختلف که از سازه‌های تشویقی، دستکاری برجستگی تاسف و متغیرهای وابسته استفاده می‌شود را پشتیبانی می‌کند. ویلاتورو (Villatoro, 2009) با بررسی ارتباط میان بروز رفتار توده وار^۸ و میزان حسن شهرت مدیران بیان می‌کند که هرچه مدیران حسن شهرت بیشتری داشته باشند بیشتر به اطلاعات خصوصی خود تکیه می‌کنند و برعکس مدیران کمتر شناخته شده بیشتر رفتار همدیگر را تقلید می‌کنند. دیویور و شنون (DeWeaver, Shannon., 2010) در مقاله خود با عنوان "اثر تمایلی^۹ و کاهش احتیاط و هوشیاری: شواهدی از تابند در رابطه با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار شخصی" دریافتند که توضیحات موجود در مورد تمایل سرمایه‌گذار بازار سهام در رابطه با "تکیه طولانی مدت و بیش از حد به سهام‌های در حال ضرر" چندان رضایت‌بخش نبوده چرا که آنها از هرگونه نقش پردازش اطلاعات کناره‌گیری می‌کنند. و به جای آن پیشنهاد کردند که اثر تمایلی یک نمونه خاص از کاهش احتیاط و هوشیاری است. سرمایه‌گذاران زمانی که تصمیماتی راجع به بازارهای رو به ضرر می‌گیرند

توجه کمتری به اطلاعات و تجزیه تحلیل‌های جدید نشان می‌دهند و در واقع برای فروش آنها چندان عجله نمی‌کنند. و نتایج این فرضیه‌ها این است که (احتیاط و هوشیاری) در پی ضررها، کاهش می‌یابد. لائو و سینگ (Lao, Singh., 2011) رفتار توده وار در بازارهای سهام هند و چین را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن بوده است که رفتار توده وار در هر دو بازار وجود دارد و سطح و میزان این رفتار به شرایط بازار بستگی دارد. رفتار توده وار در بازار چین و زمان کساد بازار و زمانی که حجم معاملات بالاست، بیشتر می‌باشد. و از سوی دیگر در هند رفتار گله‌ای در زمان نوسانات شرایط بازار رخ می‌دهد. رفتار گله‌ای در زمان نوسانات بزرگ بازار در هر دو بازار، شایع تر است. مارتینز و همکارانش (Martinez et al., 2011) در مقاله‌ای با عنوان "پشیمانی"، ناامیدی^{۱۱} و اثر مالکیت^{۱۲} به این نتیجه رسیدند که اثر مالکیت یافتن این است که حداقل قیمت فروش یک کالای خاص بیش از حدکثر قیمت خرید است. احساسات روی اثر مالکیت تاثیر گذار است. احساسات منفی ناامیدی و پشیمانی تاثیر مشخصی روی ارزیابی کالا دارد. و همچنین دریافتند که القاء پشیمانی اثر مالکیت کلاسیک را حذف می‌کند درحالی که ناامیدی اثرات معکوس دارد. این یافته‌ها ضرورت رویکرد احساسات خاص برای درک آن اثرات روی تصمیم‌گیری را نشان می‌دهد. داکوستا و همکارانش (Da Costa Jr. et al., 2013) در مقاله خود با عنوان "اثر تمایلی و تجربه سرمایه‌گذار" بررسی کردند که آیا تجربه سرمایه‌گذاری می‌تواند اثر تمایلی را کم کند یا خیر؟ یعنی این حقیقت که سرمایه‌گذاران سهام‌های در حال ضرر را بیشتر ننگ می‌دارند تا سهام‌های در حال سود. نتیجه این شد که سرمایه‌گذاران مجرب تر کمتر تحت تاثیر قرار می‌گیرند. بوسایدی (Boussaidi., 2013) در مقاله خود با عنوان "شهود نمایندگی"^{۱۳}، احساس و نظر سرمایه‌گذار و واکنش نامعقول به درآمدهای حسابداری در بازار سهام تونس "دریافت شهود نمایندگی یک پیش‌داوری روانشناسی است بدین معنا که سرمایه‌گذاران، مستعد باور این مسئله هستند که شرح یک عملکرد قابل توجه از یک شرکت خاص "نمایندگی" یک عملکرد کلی است که شرکت تا آینده آن را ادامه خواهند داد. طبق این بررسی شواهد ضعیفی در رابطه با این رابطه بدست آمده است. نتایج نشان دهنده‌ی یک رابطه نسبی بین درآمدهای قبلی و سودهای غیر طبیعی آتی است. یائو و همکارانش (Yao et al., 2014) با بررسی رفتار توده وار سرمایه‌گذار بازار بورس چین به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران سطوح مختلفی از رفتار توده وار را از خود نشان داده‌اند. رفتار توده وار در سطوح صنعت رایج تر و برای بزرگترین و کوچکترین سهام‌ها و همچنین برای سهام رشدی^{۱۴} نسبت به سهام ارزشی^{۱۵} قوی تر است. رفتار توده وار در بازارهای کساد^{۱۶} مشهود تر است. در بازه‌ی مورد مطالعه، رفتار توده وار در طی زمان کاهش یافته است.

سعدی و قلی‌پور (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان "بررسی اثرات شخصیت سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری آنها در بورس اوراق بهادار تهران" دریافتند که بین گشودگی و خطاهای پس‌بینی و بیش‌اطمینانی^{۱۷} رابطه مستقیمی وجود دارد و بین گشودگی و خطای دسترسی^{۱۸} رابطه معنادار معکوس وجود دارد. از این رو سرمایه‌گذاران خلاق و کنجکاو و انعطاف‌پذیر بیشتر با این خطای پس‌بینی که خود تشدیدکننده بیش‌اطمینانی است، مواجه هستند و امکان بروز خطای دسترسی در این قبیل افراد کمتر است. نیکومرام، رهنمای رودپشتی، هبیتی، یزدانی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان "تاثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس

اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام^{۱۹} دریافتند که تاثیر سوگیری‌هایی نظیر سوگیری اطمینان بیش از اندازه، سوگیری نمایندگی، لنگر اندازی^{۱۹}، توجه و دسترسی به عنوان مفهومی کلیدی در تصمیمات شهودی بر ارزشیابی سهام می‌باشد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: عامل دوری از تاسف و پشیمانی روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه دوم: عامل اثر تمایلی روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه سوم: عامل سود و زیان نسبی (حسابداری ذهنی^{۲۰}) روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: عامل بیش اطمینانی روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه پنجم: عامل شهود نمایندگی روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه ششم: عامل رفتار گله‌ای روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه هفتم: عامل محافظه‌کاری^{۲۱} روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه هشتم: عامل اثر مالکیت روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد.

فرضیه نهم: میزان تاثیر این عوامل با یکدیگر متفاوت است.

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از حیث هدف، کاربردی است. از حیث نحوه گردآوری اطلاعات این پژوهش توصیفی و از نوع پیمایشی است و از روش میدانی استفاده شده است. برای جمع‌آوری داده‌ها در این تحقیق از پرسشنامه^{۲۲} استفاده شده است.

روایی^{۲۳} و پایایی^{۲۴} پرسشنامه:

برای سنجش روایی از نظرات متخصصان رفتاری و مالی و همچنین استاد راهنما و مشاور استفاده شده است و ابهامات سؤالات برطرف و اصلاحات لازم صورت پذیرفت. برای تعیین پایایی در این پژوهش، از آلفای کرونباخ استفاده شده است.

همانطور که در جدول یک مشاهده می‌شود مقدار آلفای کرونباخ برای تمام متغیرها، از ۰,۷ بیشتر می‌باشد،

بنابراین پایایی پرسشنامه‌ها تأیید می‌گردد.

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی و استنباطی شامل آزمون کولموگروف - اسمیرنوف^{۲۵}، آزمون دو جمله‌ای^{۲۶} و آزمون فریدمن استفاده شده است.

جدول ۱- مقدار آلفای مولفه های پرسشنامه

مقدار آلفا	مولفه
۰,۸۴۳	دوری از تاسف و پشیمانی
۰,۸۷۶	اثر تمایلی
۰,۷۹۸	سود و زیان نسبی
۰,۷۶۵	بیش اطمینانی
۰,۷۳۲	شهود نمایندگی
۰,۷۹۱	رفتار گله ای
۰,۸۴۲	محافظه کاری
۰,۸۱۲	اثر مالکیت
۰,۸۰۹	کل

جامعه آماری^{۳۷} مورد مطالعه این تحقیق سرمایه‌گذاران در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد که تعداد آنها نامحدود می باشد. حجم نمونه با استفاده از فرمول زیر محاسبه گردید که ۳۸۵ نفر بدست آمد. همچنین روش نمونه‌گیری در این تحقیق به صورت نمونه‌گیری تصادفی ساده می باشد.

$$n = \frac{Z^2 \cdot \frac{p}{1-p} \cdot pq}{\epsilon^2} \Rightarrow \frac{1.96^2 \cdot 0.50 \cdot 0.5}{0.05^2} \cong 385$$

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

دوری از تاسف و پشیمانی:

پشیمان‌گریزی یک پدیده احساسی است که اغلب موجب می شود سرمایه‌گذاران به موقعیتهای سرمایه‌گذاری زیان ده خود تا مدت ها وفادار باقی بمانند تا از این طریق از قبول اشتباه و تحقق زیان پرهیز کنند. مبنای اصلی این تئوری این است که هنگامی که فردی بین دو گزینه انتخاب می کند فقط به عایدی گزینه انتخاب شده فکر نمی کند، بلکه به عایدی از دست رفته بابت انتخاب نکردن گزینه دیگر نیز فکر میکند (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰، ۳۴۹).

اثر تمایلی:

تمایل سرمایه‌گذاران به فروش دارایی‌هایی که سود داده و نگهداری دارایی‌هایی که زیان داده اند. به بیان ساده تر هنگام تحقق سود حاصل از نگهداری داراییها، سرمایه‌گذارانی که نگران از دست دادن آن بخش از سود هستند، ترجیح می دهند دارایی را به فروش رسانند. برعکس هنگامی نگهداری دارایی به زیان منجر شده، سرمایه‌گذار ترجیح می دهد دارایی را تا زمانی که سود ایجاد نکرده آن را نگهداری کند (باغدارارم، ۱۳۹۰).

حسابداری ذهنی:

عبارت است از تمایل افراد به کد گذاری، طبقه بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه بندی امتیازات آنها در مجموعه ای از حسابهای ذهنی. به عبارت دیگر سرمایه گذاران مایلند هر یک از اجزای پرتفوی سرمایه گذاری خویش را به طور جداگانه ای بررسی کنند. این موضوع می تواند به تصمیمات ناکارایی منجر گردد. در واقع افراد به تصمیمات مختلف به عنوان یک کل نگاه نمی کنند و ارتباط ها را نادیده می گیرند (همان منبع).

بیش اطمینانی:

افراد در مورد توانایی هایی از جمله قدرت پیش بینی و ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می کنند به عبارت دیگر به توانایی ها و دانش خویش اعتماد بیش از حد دارند. به طور خلاصه می توان گفت که اغلب مردم خود را از آنچه واقعاً هستند باهوش تر می پندارند و بر این باورند که اطلاعات بهتری نیز در اختیار دارند (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

شهود نمایندگی (کلیشه قرار دادن):

شهود نمایندگی به فرآیند تصمیم گیری افراد بر اساس کلیشه ها گفته می شود. به بیان دیگر افراد احتمال وقوع یک پدیده را با توجه به میزان شباهتی که این پدیده با پدیده های مشاهده شده قبلی دارد، برآورد می کنند. برای مثال اگر سهام جدیدی در بازار عرضه شود و سرمایه گذاران بین این سهام جدید و سهام شرکت دیگری که آن نیز مدتی قبل عرضه و دارای بازده خوبی بوده است شباهت هایی ببینند، برای خرید آن هجوم می آورند (همان منبع، ۲۸۵).

رفتار توده واری (رفتار گله ای):

رفتار توده وار عبارت است از الگوی رفتاری همبسته بین افراد. در تعریفی دیگر، توده واری عبارت است از پذیرش ریسک زیاد بدون اطلاعات کافی که می توان آن را قصد و نیت آشکار سرمایه گذاران جهت کپی کردن رفتار سایر سرمایه گذاران و تبعیت از آنان تعریف نمود. این پدیده می تواند باعث رفتارهای غیر منطقی از سوی سرمایه گذاران شود (همان منبع، ۵۰۰).

محافظه کاری:

نوعی فرآیند ذهنی است که موجب می شود افراد به دیدگاهها یا پیش بینی های قبلی خود متمسک شده و اطلاعات جدید را نادیده بگیرند و یا کمتر از حد لازم به آنها واکنش نشان دهند. این عامل موجب می شود افراد برای تخمین های اولیه، بیش از اندازه اهمیت قائل شوند در نتیجه نمی توانند به عنوان یک فرد منطقی در مواجهه با مدارک و شواهد جدید از خود عکس العمل نشان دهند (پمپین، ۱۳۸۸، ۱۳۱).

اثر مالکیت:

فرضیه ای است که بر اساس آن افراد برای آنچه تحت تملک آنان است ارزش بیشتری قائل اند تا آنچه تحت تملک آنان نیست. به عبارت دیگر افراد به محض دریافت تملک چیزی آن را ارزشمندتر ارزیابی می کنند (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰، ۳۳۴).

۶- یافته‌های پژوهش

الف) بررسی نرمال بودن

برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها در جامعه آماری از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده شد که نتایج حاصله در جدول زیر مشاهده می‌شود:

$$\begin{cases} H_0: \text{ داده‌ها نرمال هستند (داده‌ها از جامعه نرمال آمده‌اند)} \\ H_1: \text{ داده‌ها نرمال نیستند (داده‌ها از جامعه نرمال نیامده‌اند)} \end{cases}$$

جدول ۲- نتایج حاصله در بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها

متغیر	سطح معنی داری	مقدار خطا	نتیجه آزمون
دوری از تاسف و پشیمانی	۰,۰۰۰	۰,۰۵	رد فرض صفر
اثر تمایلی	۰,۰۰۱	۰,۰۵	رد فرض صفر
سود و زیان نسبی	۰,۰۰۰	۰,۰۵	رد فرض صفر
بیش اطمینانی	۰,۰۰۰	۰,۰۵	رد فرض صفر
شهود نمایندگی	۰,۰۰۲	۰,۰۵	رد فرض صفر
رفتار گله‌ای	۰,۰۰۱	۰,۰۵	رد فرض صفر
محافظه کاری	۰,۰۰۰	۰,۰۵	رد فرض صفر
اثر مالکیت	۰,۰۰۲	۰,۰۵	رد فرض صفر

همانطور که مشاهده می‌شود مقدار خطای تحقیق برای تمامی متغیرهای تحقیق، از مقدار خطای پژوهش (۰,۰۵) کمتر می‌باشد؛ بنابراین توزیع داده‌ها در جامعه آماری غیرنرمال بوده و در نتیجه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آمار ناپارامتریک بهره گرفته خواهد شد.

ب) آزمون فرضیات تحقیق

برای آزمون فرضیات تحقیق از آزمون دو جمله‌ای استفاده شد. به همین منظور پاسخ‌ها به دو دسته کمتر از متوسط طیف لیکرت (مقدار ۳) و بیشتر از متوسط طیف لیکرت (مقدار ۳) تقسیم شده و بررسی می‌شود.

فرضیه اول: عامل دوری از تاسف و پشیمانی بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد. همانطور که در جدول ۳ دیده می‌شود، چون سطح معنی داری برای شاخص عامل دوری از تاسف و پشیمانی کوچکتر از مقدار خطای ۰,۰۵ است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل دوری از تاسف و پشیمانی بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر معنی داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که افراد تمایل دارند به موقعیت‌های زیان ده خود تا مدت‌ها وفادار بمانند، به عبارت دیگر سهام زیان ده را نفروشدند تا زیان محقق نشود.

جدول ۳- نتایج آزمون شاخص (عامل دوری از تاسف پشیمانی)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
عامل دوری از تاسف و پشیمانی	۳>	338	.88	.50	.000	رد فرض صفر
	۳<=	47	.12			
	کل	385	1.00			

فرضیه دوم: عامل اثر تمایلی بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد. همانطور که در جدول ۴ دیده می‌شود، چون سطح معنی داری برای شاخص عامل اثر تمایلی کوچکتر از مقدار خطای ۰,۰۵ است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل دوری از تاسف و پشیمانی بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر معنی داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران به فروش دارایی‌هایی که سود داده به دلیل نگرانی برای از دست رفتن آن بخش از سود و نگهداری دارایی‌هایی که زیان داده اند به امید سودآوری آن تمایل دارند.

جدول ۴- نتایج آزمون شاخص (عامل اثر تمایلی)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
عامل اثر تمایلی	۳>	306	.79	.50	.000	رد فرض صفر
	۳<=	79	.21			
	کل	385	1.00			

فرضیه سوم: عامل سود و زیان نسبی بر روی سرمایه‌گذاری دارای‌های مالی تاثیر دارد. همانطور که در جدول ۵ دیده می‌شود، چون سطح معنی‌داری برای شاخص عامل سود و زیان نسبی کوچکتر از مقدار خطای 0.05 است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل سود و زیان نسبی بر روی سرمایه‌گذاری دارای‌های مالی تاثیر معنی‌داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران به تصمیمات مختلف به عنوان یک کل نگاه نمی‌کنند و ارتباط‌ها را نادیده گرفته و در نهایت به تصمیمات ناکارایی منجر خواهد شد.

جدول ۵- نتایج آزمون شاخص (عامل سود و زیان نسبی)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
عامل سود و زیان نسبی	$3 >$	302	.78	.50	.000	رد فرض صفر
	$3 \leq$	83	.22			
	کل	385	1.00			

فرضیه چهارم: عامل بیش اطمینانی بر روی سرمایه‌گذاری دارای‌های مالی تاثیر دارد. همانطور که در جدول ۶ دیده می‌شود، چون سطح معنی‌داری برای شاخص عامل بیش اطمینانی بزرگتر از مقدار خطای 0.05 است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل بیش اطمینانی بر روی سرمایه‌گذاری دارای‌های مالی تاثیر معنی‌داری ندارد، به عبارتی فرضیه صفر تأیید می‌شود. بنابراین عامل بیش اطمینانی بر روی سرمایه‌گذاری دارای‌های مالی تاثیر معنی‌داری ندارد. این بدین معنی است که افراد در سرمایه‌گذاری‌های خود بیش از حد به اطلاعات و دانش خود بسنده نمی‌کنند.

جدول ۶- نتایج آزمون شاخص (عامل بیش اطمینانی)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
عامل بیش اطمینانی	$3 >$	199	.52	.50	.541	تایید فرض صفر
	$3 \leq$	186	.48			
	کل	385	1.00			

فرضیه پنجم: عامل شهود نمایندگی بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد. همانطور که در جدول ۷ دیده می‌شود، چون سطح معنی داری برای شاخص عامل شهود نمایندگی کوچکتر از مقدار خطای ۰,۰۵ است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل شهود نمایندگی بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر معنی داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران احتمال وقوع یک پدیده را با توجه به شباهتی که با پدیده‌های مشابه قبلی دارد برآورد می‌کنند به عبارت دیگر بر اساس کلیشه‌ها تصمیم‌گیری می‌کنند.

جدول ۷- نتایج آزمون شاخص (عامل شهود نمایندگی)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
عامل شهود نمایندگی	۳>	344	.89	.50	.000	رد فرض صفر
	۳<=	41	.11			
	کل	385	1.00			

فرضیه ششم: عامل رفتار گله‌ای بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر دارد. همانطور که در جدول ۸ دیده می‌شود، چون سطح معنی داری برای شاخص عامل رفتار گله‌ای کوچکتر از مقدار خطای ۰,۰۵ است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل رفتار گله‌ای بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تاثیر معنی داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران در معاملات خود از اطلاعات رد و بدل شده بر اساس ارتباطات موجود بین سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند و شبیه به هم عمل می‌کنند.

جدول ۸- نتایج آزمون شاخص (عامل رفتار گله‌ای)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
عامل رفتار گله‌ای	۳>	306	.79	.50	.000	رد فرض صفر
	۳<=	79	.21			
	کل	385	1.00			

فرضیه هفتم: عامل محافظه کاری بروی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تأثیر دارد. همانطور که در جدول ۹ دیده می‌شود، چون سطح معنی داری برای شاخص عامل محافظه کاری کوچکتر از مقدار خطای ۰,۰۵ است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل محافظه کاری بروی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تأثیر معنی داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران در هنگام دریافت اطلاعات جدید، تمایلی به تعدیل باورهای قبلی خود ندارند یا کمتر به آن واکنش نشان می‌دهند به عبارت دیگر، به کم واکنشی در قبال اطلاعات منتشر شده منجر می‌شود.

جدول ۹- نتایج آزمون شاخص (عامل محافظه کاری)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
عامل محافظه کاری	>۳	340	.88	.50	.000	رد فرض صفر
	<=۳	45	.12			
	کل	385	1.00			

فرضیه هشتم: عامل اثر مالکیت بروی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تأثیر دارد. همانطور که در جدول ۱۰ دیده می‌شود، چون سطح معنی داری برای شاخص عامل اثر مالکیت کوچکتر از مقدار خطای ۰,۰۵ است، فرضیه مبتنی بر این امر که عامل اثر مالکیت بروی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی تأثیر معنی داری دارد، تأیید می‌شود. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران به محض دریافت تملک چیزی آن را ارزشمندتر ارزیابی می‌کنند تا آنچه تحت تملک آنان نیست.

جدول ۱۰- نتایج آزمون شاخص (عامل اثر مالکیت)

شاخصها	طبقه	تعداد مشاهده شده	احتمال مشاهده شده	مقدار خطا	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
عامل اثر مالکیت	>۳	333	.86	.50	.000	رد فرض صفر
	<=۳	52	.14			
	کل	385	1.00			

فرضیه نهم: میزان تاثیر این عوامل با یکدیگر متفاوت است.

جهت بررسی فرضیه فوق می‌بایست از آزمون فریدمن استفاده کرد. از این آزمون برای بررسی یکسان بودن اولویت بندی (رتبه بندی) تعدادی از متغیرها استفاده می‌شود. فرض صفر بیان می‌کند که میانگین رتبه‌ها یکسان هستند و فرض مقابل بیان می‌کند که حداقل دو عامل وجود دارند که دارای میانگین رتبه متفاوت هستند.

$$\begin{cases} H_0: \text{ میانگین رتبه تمام متغیرها یکسان است} \\ H_1: \text{ حداقل دو متغیر وجود دارد که دارای میانگین رتبه متفاوت هستند} \end{cases}$$

جدول ۱۱- نتایج آزمون فریدمن جهت رتبه بندی عناصر متغیر

کای دو	درجه آزادی	سطح معناداری	تعداد
68.030	6	.000	385

با توجه به جدول ۱۱، آماره کای دو و سطح معناداری محاسبه شده نشان می‌دهد فرض H_0 در سطح معنی داری ۰.۰۵ رد می‌گردد و در نتیجه می‌توان گفت بین عوامل موثر بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی از نظر تأثیرگذاری تفاوت معناداری وجود دارد. بنابراین با توجه به میانگین رتبه‌ها هر یک از عوامل می‌توانیم آنها را رتبه بندی نماییم. میانگین رتبه بالاتر بیانگر تأثیرگذاری بیشتر آن عامل نسبت به دیگر عوامل می‌باشد.

ج) رتبه بندی عوامل رفتاری موثر بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی

رتبه	میانگین رتبه‌ای	شاخص
۱	4.43	سود و زیان نسبی
۲	4.39	اثر تمایلی
۳	4.15	محافظه کاری
۴	4.04	رفتار گله‌ای
۵	3.87	شهود نمایندگی
۶	3.65	اثر مالکیت
۷	3.46	دوری از تاسف و پشیمانی

۵- نتیجه گیری و بحث

با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکتها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری‌های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود و همچنین متوجه شدند که افراد در بازار سرمایه کاملاً به صورت عقلایی رفتار نمی‌کنند. بسیاری از عوامل شناختی و رفتاری هستند که در جهت

دهی سرمایه‌گذاران نقش ایفا می‌کنند. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی گردید. نتایج حاصل از این پژوهش پس از بررسی تاثیر هر یک از عوامل رفتاری بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی نشان می‌دهد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه‌گذاری تاثیر گذار هستند و میزان این تاثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد؛ همچنین رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تاثیر گذاری به شرح زیر می‌باشد:

۱- سود و زیان نسبی ، ۲- اثر تمایلی ، ۳- محافظه کاری ، ۴- رفتار توده وار ۵- شهود نمایندگی ۶- اثر مالکیت ، ۷- پشیمان‌گریزی

که همانطور که مشخص است عامل "سود و زیان نسبی" بیشترین تاثیر و عامل "پشیمان‌گریزی" کمترین تاثیر را بر روی سرمایه‌گذاری داراییهای مالی دارند.

مقایسه با پژوهش‌های پیشین:

آقای «علی خدابنده‌لو» در سال ۱۳۹۰ در پایان نامه خود با موضوع "بررسی عوامل رفتاری اثر گذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" میزان تاثیر عوامل رفتاری بیان شده در چارچوب تئوری چشم انداز^{۲۸} (ضرر‌گریزی^{۲۹}، حسابداری ذهنی، دوری از تاسف و پشیمانی) و عوامل رفتاری بیان شده در چارچوب تئوری ابتکاری^{۳۰} (یافتن نقطه اتکا، شهود نمایندگی، بیش اطمینانی، تورش دسترسی اطلاعات، سفسطه قماربازان^{۳۱}) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکتهای سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد به جز عامل رفتاری حسابداری ذهنی، بقیه عوامل رفتاری برای متغیر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکتهای سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش پیش‌بینی‌کننده‌ای داشته و بر متغیر وابسته تاثیر دارند. عامل رفتاری دسترسی اطلاعات دارای اثر گذاری بالاتری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری نسبت به سایر عوامل رفتاری تئوری ابتکاری است و عامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی دارای اثر گذاری بالاتری نسبت به سایر عوامل رفتاری تئوری چشم‌انداز است.

خانم «فهمیه باغدارارم» در سال ۱۳۹۰ در پایان نامه خود با موضوع "بررسی عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی عامل‌های اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران، تشدید تعهد و رفتار توده وار پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد بین عوامل مالی رفتاری مورد بررسی قرار گرفته، تنها رفتار توده وار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران موثر است و اطمینان بیش از حد و تشدید تعهد سرمایه‌گذاران تاثیری بر تصمیمات آنها ندارد.

آقای «علی جهان‌خانی و همکاران خود» در سال ۱۳۸۸ در مقاله‌ای با عنوان "بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه‌ی بین اطمینان بیش از اندازه در بازار سهام و افزایش حجم معاملات سرمایه‌گذاران پس از تحقق بازده در دوره‌های قبل، پرداختند. نتایج این تحقیق وجود هر نوع رابطه‌ای بین این متغیرها را رد کرد و در نهایت اینکه اطمینان بیش از اندازه بین سرمایه‌گذاران و فعالان بازار وجود ندارد.

باتوجه به یافته‌های تحقیق برای جلوگیری از بروز تورش‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران میتوان پیشنهاداتی به شرح ذیل ارائه کرد:

همانطور که از نتایج تحقیق مشخص است عامل سود و زیان نسبی در رتبه بالاتری نسبت به ۶ عامل دیگر قرار دارد یعنی تاثیر گذاری بیشتری روی رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیماتشان دارد، البته باید توجه داشت که این عوامل در فاصله کمی نسبت به هم از نظر درجه اهمیت قرار دارند. بنابراین به سرمایه‌گذاران بورس تهران پیشنهاد می‌شود با شناخت بیشتر این عوامل و مضرات ناشی از آن در جهت رفع آنها بر آمده تا بازدهی بیشتری کسب کرده و یا اینکه ریسک کمتری را متحمل شوند. همچنین برای محققین آینده نیز میتوان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:

- ۱) به محققین پیشنهاد می‌گردد که نظیر این تحقیق را در مورد تالارهای منطقه ای دیگر و همچنین مطالعه تطبیقی بورس ایران با سایر کشورهای جهان را انجام دهند.
- ۲) خطاهای دیگر بیان شده در این رساله که می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران تاثیر داشته باشد، مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳) ارتباط بین فرهنگ، شخصیت و تورش‌های رفتاری بررسی شود، زیرا شخصیت از فرهنگ تاثیر می‌پذیرد.
- ۴) رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و سوگیری‌های رفتاری بررسی شود.
- ۵) رابطه بین شفافیت اطلاعاتی و بروز هر یک از این عوامل رفتاری بررسی شود.
- ۶) این عوامل می‌توانند در بروز حباب یا سقوط قیمت اوراق بهادار، همچنین بر شدت نوسان‌ها در بازار، نیز تاثیر داشته باشند، محقق می‌تواند در این زمینه تحقیق کند.

فهرست منابع

- * باغدارارم، فهیمه، (۱۳۹۰)، بررسی عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران مرکز.
- * برجی دولت‌آبادی، ابراهیم، (۱۳۸۷)، رفتار مالی، پارادایم حاکم بر بازارهای مالی، ماهنامه علمی آموزشی تدبیر، شماره ۱۹۱.
- * پمپین، میشل‌ام. (۱۳۸۸)، دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، ترجمه احمد بدری، انتشارات کیهان.
- * جهان‌خانی، علی و نوفرستی، محمد و قراگوزلو، فرهنگ، (۱۳۸۸)، بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز مدیریت شماره ۳۰، ص ۱۲۳-۱۰۵.
- * خدابنده‌لو، علی، (۱۳۹۰)، بررسی عوامل رفتاری اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران شمال.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و زندیه، وحید، (۱۳۹۱)، مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل، چاپ اول، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی-سازمان چاپ و انتشارات.

- * سعدی، رسول و قلیپور، آرین و قلیپور، فتانه، (۱۳۸۹)، بررسی اثرات شخصیت سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری آنها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران دوره ۱۲، شماره ۲۹، ص ۴۱ تا ۵۸.
- * سعیدی، علی و فرهنگیان، سید محمد جواد، (۱۳۹۱)، مبانی اقتصاد و مالی رفتاری، انتشارات بورس وابسته به شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.
- * نیکومرام، هاشم و همکاران، (۱۳۹۱)، تاثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۳.
- * Boussaidi R., (2013), "Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of the Tunisian Stock Market", *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 81, Pages 9-21
- * Da Costa Jr., N., Goulart, M., Cupertino, C., Macedo Jr., J., Da Silva, S., (2013), "The disposition effect and investor experience", *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 5, Pages 1669-1675.
- * De Bondt, W., and Thaler, R., (1985). "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance* 40: 3, Pp: 793-808.
- * DeWeaver, M.A., Shannon, R., (2010), "Waning vigilance and the disposition effect: Evidence from Thailand on individual investor decision making", *The Journal of Socio-Economics*, Volume 39, Issue 1, Pages 18-23.
- * Kahneman, D., and Tversky, A., (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, Issue 2, Pp: 263-291.
- * Lao P., Singh H., (2011), "Herding behavior in the Chinese and Indian stock markets", *Journal of Asian Economics*, Volume 22, Issue 6, Pages 495-506.
- * Martinez L.F., Zeelenberg M., Rijsman J.B., (2011), "Regret, disappointment and the endowment effect", *Journal of Economic Psychology*, Volume 32, Issue 6, Pages 962-968.
- * Reb, J., (2008), "Regret aversion and decision process quality: Effects of regret salience on decision process carefulness", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Volume 105, Issue 2, Pages 169-182.
- * Shefrin, H. J. and Statman, M., (1984), "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, no. 40, Pp: 777-790.
- * Shefrin, H., (2007), "Behavioral Corporate Finance: Decision that Create Value", McGraw Hill Press.
- * Shleifer, A., (2000), "Inefficient Market: An Introduction to Behavioral Finance". New York: Oxford University Press.
- * Statman, M., (1999), "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements". *Financial Analysts Journal*, November/December, Pp: 18-27.
- * Villatoro, F., (2009), "The delegated Portfolio Management Problem: Reputation and Herding", Elsevier B.V., *Journal of Banking & Finance*.
- * Yao J., Ma C., Peng He W., (2014), "Investor herding behavior of Chinese stock market", *international Review of Economics & Finance*, Volume 29, Pages 12-29

پیوست

پرسشنامه پژوهش:

پاسخگوی گرامی:

با سلام،

پرسشنامه‌ای که ملاحظه می‌فرمایید در مورد تبیین عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. از شما پاسخگوی محترم خواهشمندیم که با مطالعه و پاسخگویی دقیق به هریک از پرسش‌های پرسشنامه امکان شناخت بهتر این موضوع را برای پژوهشگر فراهم نمایید. بدیهی است پاسخ‌های شما کاملاً محرمانه تلقی شده و صرفاً در تحلیل پژوهشی مورد استفاده قرار خواهد گرفت. با توجه به اینکه سوالات به صورت سوم شخص طراحی شده است از پاسخ‌دهندگان خواسته می‌شود در مورد خودشان پاسخگو باشند. پیشاپیش از همکاری سازنده شما، تشکر و قدردانی می‌گردد.

۱. جنسیت:

زن مرد

۲. سن:

کمتر از ۳۰ سال بین ۳۰ تا ۴۰ سال بین ۴۰ تا ۵۰ سال بیشتر از ۵۰ سال

۳. تحصیلات:

دیپلم فوق دیپلم لیسانس فوق لیسانس دکتری

۴. سابقه حضور در معاملات بورس اوراق بهادار تهران:

کمتر از یک سال بین ۱ تا ۵ سال بین ۵ تا ۱۰ سال بیشتر از ۱۰ سال

	پرسشنامه	کاملاً موافقم	موافقم	نظری ندارم	مخالفم	کاملاً مخالفم
۵	سرمایه‌گذاران در انتخاب یک گزینه بین انتخاب دو گزینه سرمایه‌گذاری، فقط به درآمد گزینه انتخاب شده فکر می‌کنند.					
۶	سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود معمولاً محافظه‌کارانه عمل می‌کنند.					
۷	سرمایه‌گذاران به فرصت‌های سرمایه‌گذاری شناخته شده و دارای بازدهی متعارف روی می‌آورند.					
۸	سرمایه‌گذاران در مواقعی که سرمایه‌گذاری به زیان منجر می‌شود، به پدیده هم‌رنگ جماعت شدن تمایل دارند.					
۹	وقتی سهامی بر خلاف روند تاریخی آن، اخیراً دارای بازدهی خوبی بوده است سرمایه‌گذاران به دلیل هراس از کاهش قیمت، سهم را می‌فروشند.					
۱۰	وقتی سهامی بر خلاف روند گذشته اخیراً دارای بازدهی خوبی بوده است، چون سرمایه‌گذار احتمال می‌دهد در آینده بازدهی کمتری داشته باشد آن را می‌فروشند.					
۱۱	سرمایه‌گذار بیشتر تمایل به شناسایی سودهایش دارد تا شناسایی زیانهایش.					
۱۲	هرگاه سهامی با رسیدن اخبار خوب افزایش قیمت پیدا کند، و از این بابت سرمایه‌گذار سود نماید، برای ماندن در حالت سودآوری، سهام					

کاملاً مخالفم	مخالفم	نظری ندارم	موافقم	کاملاً موافقم	پرسشنامه
					خود را معمولاً میفروشد.
					۱۳ زمانی که اخبار و شایعات موجب کاهش قیمت سهم به پایین تر از قیمت زمان خرید آن شود، سرمایه گذار به امید رسیدن به سود مجدد، از فروش آن امتناع می ورزد.
					۱۴ سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری خود، کوواریانس بین دارایی ها را در نظر نمی گیرند، از این رو سبد سهام آنها زیر مرز کارا قرار می گیرد. * کوواریانس : بیانگر ارتباط مستقیم، معکوس و یا عدم ارتباط بین دو متغیر است.
					۱۵ سرمایه گذاران برای فروش سرمایه گذاری های زیان ده تمایل دارند.
					۱۶ سرمایه گذاران به عنوان تصمیم گیرنده به هریک از حسابها به شکلی جداگانه توجه کرده و به صورت جزئی تصمیم گیری میکنند.
					۱۷ سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری ثبات ندارند.
					۱۸ سرمایه گذاران مهارتهای فوق العاده ای در پیش بینی سهام دارند.
					۱۹ سرمایه گذاران به اطلاعات خود در مورد خرید و فروش سهام بیشتر از دیگران اطمینان دارند.
					۲۰ پیش بینی های سرمایه گذاران از قیمت های آتی بازار سهام همیشه درست است.
					۲۱ خرید سهام مثل خرید برکه های شانس است، یک سرمایه گذار، اینکه بتواند نسبت به بقیه بازده بالاتری کسب کند، بسته به شانس او دارد.
					۲۲ سرمایه گذاران بدلیل قابلیت هایی که دارند آنها را از دیگران نسبت به پذیرش ریسک متمایز می کند.
					۲۳ سرمایه گذاران توانایی های بسیار بالایی در ارزیابی شرکتها برای سرمایه گذاری در آنها دارند.
					۲۴ اگر به طور متوالی خبرهای خوب و بد از عملکرد یک شرکت برسد، سرمایه گذاران نسبت به خبرها واکنش کافی نشان نمی دهند.
					۲۵ اگر اطلاعات کاملی از شرکتی داده شود، سود شرکت بیش از حالت متوسط پیش بینی می شود.
					۲۶ در هنگام عرضه سهام جدید در بازار، اگر سرمایه گذاران بین این سهام جدید و سهام شرکت دیگری که دارای بازدهی خوبی بوده است، شباهت هایی ببینند برای خرید آن هجوم می آورند.
					۲۷ سرمایه گذاران برای ارزشیابی سهام به شیوه نسبی، از متوسط صنعت استفاده می کنند.
					۲۸ سرمایه گذاران به آخرین اطلاعات نسبت به اعتقادات قبلی خود وزن بیشتری می دهند، هرچند اطلاعات قبلی را کنار نمی گذارند.
					۲۹ سرمایه گذاران در زمان بررسی سود آوری یک شرکت، تنها به آخرین اطلاعات بسنده کرده و دوره زمانی بررسی را کوتاه در نظر می گیرند.
					۳۰ سرمایه گذاران عمدتاً در تعیین بازده سرمایه گذاری ها به نمونه های

کاملاً مخالفم	مخالفم	نظری ندارم	موافقم	کاملاً موافقم	پرسشنامه
					کوچک و در دسترس اکتفا کرده و بر همان اساس تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود را اتخاذ می‌کنند.
				۳۱	سرمایه‌گذاران به سمت خرید سهامی که به تازگی دارای بازدهی خوبی بوده است، هجوم می‌آورند و از خرید سهامی که به تازگی عملکرد بدی داشته اجتناب می‌کنند.
				۳۲	سرمایه‌گذاران در خرید و فروش سهام، رفتار سایر سرمایه‌گذاران را بر عقاید و پیش‌بینی‌های خود ترجیح می‌دهند.
				۳۳	وقتی اکثر افراد در سرمایه‌گذاری عکس‌العمل خاصی از خود نشان می‌دهند برای یک سرمایه‌گذار دشوار است که رفتار متفاوت از آنها داشته باشد.
				۳۴	اگر سرمایه‌گذاران احساس کنند تصمیمات سرمایه‌گذاریشان مغایر با عرف است، از ایده‌ها و عقاید خود چشم‌پوشی کرده و مطابق با نظر جمع عمل می‌کنند.
				۳۵	یک سرمایه‌گذار در خرید و فروش سهام از اطلاعات رد و بدل شده میان سرمایه‌گذاران استفاده می‌کند.
				۳۶	یک سرمایه‌گذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به تصمیمات افراد پیش از خود توجه دارد.
				۳۷	پیش‌بینی‌های یک سرمایه‌گذار (در رابطه با قیمت سهام) بیشتر بر پایه رفتار جمعی سرمایه‌گذاران است.
				۳۸	گاهی اخباری که سرمایه‌گذاری را متأثر می‌کند از سوی سرمایه‌گذار نادیده انگاشته می‌شود زیرا معتقد است سرمایه‌گذاری وی توأم با موفقیت خواهد بود.
				۳۹	معمولاً سرمایه‌گذار اخبار جدید را بررسی می‌نماید و در مورد خروج از سرمایه‌گذاری قبلی منصفانه اتخاذ تصمیم می‌نماید.
				۴۰	سرمایه‌گذاران عموماً با اخبار تصمیم‌نمی‌گیرند و در انتظار انعکاس اخبار در قیمت‌های بازار می‌مانند.
				۴۱	وقتی اخبار و اطلاعاتی به گوش سرمایه‌گذار برسد که تاثیر منفی بالقوه‌ای روی قیمت سهام او خواهد داشت، اصولاً بلافاصله واکنش نشان می‌دهد.
				۴۲	سهام به محض خرید شده برای سرمایه‌گذار خریدار آن دارای ارزش می‌شود.
				۴۳	گاهی برخی از سهام‌ها پس از خریداری شدن آنقدر برای سهامدار ارزشمند می‌شود که حتی به قیمتی بالاتر از قیمت خرید آن سهام، تمایلی به فروش آن نشان نمی‌دهد.
				۴۴	سرمایه‌گذاران از آنجایی که علاقه‌ی زیادی به نگهداری سهام‌هایشان دارند بیشتر ترجیح می‌دهند سهام بخرند تا بفروشند.
				۴۵	سرمایه‌گذاران به دلایلی مثل ترس از ضرر و زیان و یا ترس از پشیمانی ترجیح می‌دهند دارایی‌هایشان را نگه دارند.

یادداشت‌ها

- ¹Capital Assets Pricing Model
- ²Efficient Markets Hypothesis
- ³Arbitrage Pricing Theory
- ⁴Kahneman
- ⁵Tversky
- ⁶Biases
- ⁷Regret aversion
- ⁸Herding behavior
- ⁹Disposition effect
- ¹⁰regret
- ¹¹disappointment
- ¹²Endowment effect
- ¹³Representativeness
- ¹⁴growth stocks
- ¹⁵value stocks
- ¹⁶declining markets
- ¹⁷Over confidence
- ¹⁸Availability
- ¹⁹Anchoring and Adjustment
- ²⁰Mental accounting
- ²¹Conservatism
- ²²Questionnaire
- ²³Validity
- ²⁴Reliability
- ²⁵Kolmogorov-Smirnov test
- ²⁶binomial test
- ²⁷Statistical population
- ²⁸Prospect Theory
- ²⁹Loss aversion
- ³⁰Heuristic theory
- ³¹Gambler's Fallacy